

# 大証金融商品取引法研究会

公開会社（上場会社）における資金調達法制

平成 22 年 7 月 23 日（金） 15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

- 石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授  
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 同志社大学法学部准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
  
藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員

○森本 時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、ご案内のように、洲崎先生から「公開会社（上場会社）における資金調達法制」について報告していただきます。それでは、洲崎先生、よろしく申し上げます。

~~~~~

【報 告】

## 公開会社（上場会社）における資金調達法制

京都大学大学院法学研究科

教授 洲 崎 博 史

### I. はじめに

本日は、公開会社（上場会社）における資金調達の中でも特に新株発行に焦点を当てて報告させていただきます。上場会社による資金調達的手段としては、新株発行、これには自己株式の処分も含まれますけれども、そのほかにも、普通社債の発行、新株予約権や新株予約権付社債といったオプションの発行、さらには銀行等からの借り入れなども考えられます。しかし、新株発行については、これまで上場会社法制の改革の文脈でしばしば論じられており、また、第三者割当てに関してはこの1年の間に実務的に重要な制度変更があったといえることから、新株発行の問題に絞って報告をさせていただく次第です。

### II. 総 説

#### 1. 新株発行規制の目的

新株発行を規制する規範としては、会社法、金商法、そして取引所の自主規制が考えられますが、それらの規制目的は同じではありません。最初に、それぞれの規範が何を目的にしているのかについて簡単に整理をしたいと思います。

##### ・会社法による規制

新株発行による自己資本の調達、会社の事業目的の達成のための重要な手段であることから、会社の現実の資金需要に応じて機動的な資金調達を行うことを可能にするような法制が要請され、経営陣にそれなりの裁量権を与えることが期待されます。しかし、その

一方で、新株発行は既存株式の経済的価値や既存株主の持株比率に影響を与えうることから、既存株主の保護のための規制も必要です。その両者の要請のバランスをとったのが現在の会社法の規制であるとみることができます。

- ・ 金商法による規制

金商法の観点からは、新株発行は、投資家が会社の求めに応じて会社に対して自己資本を供出することを意味しますので、その資金を供出する際、会社は投資対象の価値を正確に判断するための資料を提供することが要請されます。こうして有価証券の発行者である会社は、いわゆる発行開示を義務付けられることとなります。また、新株発行は、会社が事業のための資金を獲得するというイベントであって、それ自体が企業価値、ひいては株式価値に影響を与えるイベントであるといえることから、新株発行が行われる場合には、その事実を速やかに開示して、それを株価に反映させるということが要請されます。こうして金商法は、新株発行が発行開示の対象とはならない場合であっても、新株発行を適時開示の対象としています。具体的には、会社は臨時報告書において新株発行が行われることを開示することが義務付けられることとなります。

- ・ 証券取引所による自主規制

証券取引所は、一般論としては、金商法上の自主規制機関として、金商法による投資家保護規制を補完するための自主規制を行うことが期待されているといえることができます。ただし、近時の第三者割当てに関する取引所による自主規制は、金商法の補完にとどまらず、実質的には会社法を修正するといえるようなものも含まれているように思われます。

## 2. 公開会社法制推進論と資金調達法制の関係

続いて、最近の公開会社法制を推進すべきとの議論の中で、資金調達法制がどのように位置付けられているかを簡単にみておきたいと思います。

今般の公開会社法制に関する議論は、おおよそ次のようなものと整理することができるかと思えます。すなわち、株式を公開するような会社（上場会社）は、資本を社会全体から調達して事業を行う存在であって、そのような会社が調達した資金で不正に事業を行ったり、その会社が破綻したりしてしまうと、国民経済全体を混乱に陥れかねない。また、調達した資金が効率的に運用されなければ、国の経済発展が阻害されることにもなる。こうして上場会社が適正な企業統治のもとで健全な発展を遂げられないということは、国民経済全体にとってもマイナスになることから、さまざまな手段を通じて企業統治を向上さ

せることが要請される。そのためには、裁判規範たる会社法と行政規範たる金商法の間に  
ある重複や矛盾を解消するとともに、上場会社のみを規制対象とする新たな統治システム  
が構築されるべきである—これが近時の公開会社法制推進論の基本構想であるといつてよ  
いかと思います。

このような考え方は、資金調達法制についても基本的に妥当するものと思われます。す  
なわち、資金調達に関して、会社法と金商法の間に重複や矛盾があるか、あるとすればそ  
れらはどのように解消されるべきかを検討する必要があるし、また資金調達に関して、現  
在の会社法や金商法には欠けているけれども、上場会社について必要なルールがあるか、  
あるとすれば、そのようなルールはいかにして実現されるべきかが検討されるべきである  
ということになるのであろうと思います。

### Ⅲ. 新株発行法制の現状

続いて、現在の新株発行法制について、公募による新株発行と第三者割当てによる新株  
発行に分けて、やや詳しく見ていくことにいたします。

なお、新株発行の方法としては、もう一つ、株主割当てによる新株発行もありますが、  
我が国ではこの数十年の間に株主割当方式は衰退してしまいました。また、株主割当てに  
おいては、会社の便益確保の要請と株主・投資家の利益保護の要請とがぶつかり合うとい  
うことはそれほど多くはないと思われますので、以下では、株主割当てに関する検討は省  
略させていただきます。ただし、近時、ヨーロッパ、とりわけイギリスの実務を参考にし  
て、株主割当方式を再評価しようという動きも一部で出てきたようでありまして、後でみ  
ますように、これに対応して取引所が一部ルール変更を行っています。

#### 1. 公募による新株発行

##### (1) 序説

公募方式の新株発行において、特に問題のある類型、阻止されるべき類型は、恐らくは  
粉飾決算等によって株式価値を粉飾して、真の価値より高い価格で投資家に株を買わせる  
という行為であろうと思います。一般投資家をだまして投資資金を巻き上げるというもの  
ですから、証券詐欺タイプの新株発行といつてよいと思います。あるいは、粉飾決算ほど  
明々白々の証券詐欺ではないけれども、例えば公募によって一般投資家から資金を集める  
際に、海外の大手ファンドからも巨額の出資をしてもらい、つまり、公募と並行して第三

者割当ても行う予定であるということを表示することによって、その会社がいかにも将来性がある、投資ファンドからも有望視されているかのような印象をつくり上げて一般投資家に出資させる。ところが、新株発行が終わってみると、大金を出資するはずだった海外のファンドは一銭も払い込んでいなくて、一般投資家だけが金を巻き上げられるというパターンもありえます。このようなパターンも、海外投資ファンドからの出資という話が架空のものであったならば、証券詐欺の一類型とみることができるのであろうと思います。

公募と並行して怪しげなファンドに第三者割当てをするというケースが現実にあったかどうかについては、私も正確に把握できていませんが、少なくとも、正体ははっきりしないファンドに割り当てたけれども、実際には金が払い込まれずに、その会社が市場の信用を失って市場も混乱するというパターンが現実にも散見されたということは指摘されているところでありまして、そのような実例が、後で見るような金商法や取引所による第三者割当ての開示を強化するという改革につながったとされています。

## (2) 会社法上の規制

- ・上記のような新株発行に対して差止めが可能か？

このような証券詐欺的な新株発行に対して、会社法上何かできるのか、具体的にはどのような新株発行を差し止められるのかということですが、210条による新株発行の差止めや、360条・422条による違法行為の差止めが理論上は考えられると思います。多少問題となるのは、このような証券詐欺的な新株発行によって、差止めの要件である株主の損害または会社の損害が生じたまたは生じるといえるかです。

この手の新株発行によって損をするのは、恐らく出資する投資家だけでありまして、会社や既存株主からすると、本来入手できなかったはずの濡れ手で粟のような金が入ってくるわけですから、会社や株主にとって損害はないという考え方もあるいはできるのかもしれない。しかし、こういった証券詐欺によって一時的に金が入ってきても、それが証券詐欺であることが明るみに出れば、会社が信用を失って破綻に至るだろうことは容易に想像できますので、そのような詐欺的な新株発行は、会社や株主に損害を及ぼしうるとみてよいのではないかと思います。

もっとも、一般の株主がそういった証券詐欺の事実を把握することは容易ではないでしょうし、仮にそういう事実を知ったとしても、裁判でその事実を主張すれば、会社の信用を失わせて倒産を早めることになりかねませんので、株主が自分で差し止めるというイン

インセンティブは、このようなケースでは生じにくいだろうと思います。むしろ、このような証券詐欺タイプの新株発行については、その事実をつかむという意味でも、また差止めのインセンティブを持つという意味でも、立法論的には、金融庁、証券取引等監視委員会、証券取引所、証券業協会などの監督機関や自主規制機関に差止めの権限を与えるということも考えられるように思います。この点は、上村達男先生が中心になってつくられた公開会社法要綱案でも提案されているところです。

ちなみに、現行金商法のもとでも、有価証券届出書に虚偽記載がある場合、例えば粉飾決算をしているような場合は虚偽記載があるということになるかと思いますが、内閣総理大臣は、金商法10条1項の規定に基づいて、有価証券届出書の効力を停止させることができます。したがって、証券取引等監視委員会や自主規制機関が不正行為を発見した場合には、金融庁に連絡して内閣総理大臣に届出書の効力を停止してもらうということは可能だろうと思います。しかし、公開会社法というものを構想するのであれば、金融庁以外の機関にも実質的な差し止め権限を与えるということが選択肢の一つとして考えられると思います。

- ・会社、取締役の民事責任

証券詐欺的な新株発行が行われた場合、騙されて出資させられた投資家は、発行会社に対しては、会社法350条または民法709条によって不法行為責任を追及することができますし、役員・会計監査人に対しては、会社法429条、粉飾決算がある場合には特に429条2項が使えるだろうと思います。ただし、この問題は、本年5月の石田先生の報告で既に取り上げられたところですので、本日は取り上げないことにさせていただきます。

なお、会社法制定時に201条5項という規定が新設され、金商法上の発行開示がなされている場合には、会社法201条3項の募集事項の公示をしなくてよいことになりました。公募方式の新株発行の場合には、金商法上の発行開示がなされるはずですから、会社法上の募集事項の公示は省略できることになります。ただし、後でみるように、現行法のもとでは、上場株式に関する限りは、第三者割当ての場合にも、通例、金商法上の発行開示が行われることになっていますので、結局、上場会社が新株発行を行うケースでは、ほとんど常に会社法201条3項の公示義務は免除されることになると思われます。

### (3) 金商法上の規制

公募による新株発行は、今申しましたように、金商法上の「有価証券の募集」に該当することになりますので、金商法の発行開示規制に服することになります。有価証券届出書において、発行価格のほか、募集の方法、すなわち、株主割当てなのか、第三者割当てなのか、一般募集（公募）なのかに区別して株式数を記載することになっていますし、手取金の使途も記載することになっています（開示府令8条，第2号様式）。

発行開示規制の違反があった場合（無届け，目論見書不交付，虚偽記載）の効果については，内閣総理大臣が訂正届出書の提出を命ずることができますが（9条1項，10条1項），先ほど申しましたように，届出書の効力の停止命令を出すことも可能です。また，裁判所による緊急停止命令によって，募集，すなわち新株発行それ自体を停止させることも可能だと思われます。このほか，課徴金（172条），刑事責任（197条1項1号，197条の2第2号），そして金商法上の特別の民事責任（18条1項・2項，21条1項・3項，21条の2，22条。発行登録書につき23条の12第5項）を考えることができます。

#### （4）取引所による規制

公募による新株発行に関しては，新しいルールを導入やルールの変更等はなかったように思います。ただし，株主割当て方式（ライツ・イシュー）による新株発行を普及させるという目的で，最近，無償割当てされる新株予約権の上場を容易にするためのルール変更が実施されました（2009年12月）。ルール変更前は，上場可能な新株予約権は，新株予約権1個に対して1株の新株を発行するものに限られていましたが，その制限を撤廃したというのが今回のルール変更です。

例えば，会社が株式数を1.1倍に増やすような新株発行を行う場合に，新株予約権10個に対して1株を発行する10対1の新株予約権を，既存の株式に対して1対1の割合で無償割当てしますと，手元資金がないために新株予約権を行使しない株主は，10対1の割合で新株を取得できる新株予約権を市場で売却することによって，その株式価値の水割りを防ぐことが可能になります。このような形の新株予約権を発行すれば，資金のない株主の利益を損なわなくて済むので，今後は，こういう形の資金調達を積極的に行ってくださいということのようであります。

ちなみに，新株予約権1個に対して1株を発行するような新株予約権を，発行時点で株式10株に対して1個の新株予約権を与えるような無償割当てをしても，同じ効果，つま

り株式数を1.1倍に増やすという効果が得られそうに思えますが、会社法は、株主割当増資や株式の無償割当て（会社202条2項但書・234条1項3号）とは異なり、新株予約権の無償割当てについては、1に満たない端数を処理するための規定をおいていません。そのため、このような端数が生ずるような新株予約権の無償割当ては、会社法上そもそも許されていないと解されてきたようでありまして、この問題に対処するためには、10個の予約権に対して1株の株式を発行するような新株予約権を無償で割り当てるという方法がとられる必要があるということのようであります。

## 2. 第三者割当てによる新株発行

### (1) 序説

第三者割当てに関して問題がある発行類型としては、支配権の変動につながり得る大規模発行、有利発行、不公正発行などが考えられるところです。以下、会社法の規制、金商法の規制、取引所による自主規制について順にみていきたいと思います。

### (2) 会社法の規制

#### ・どの機関の権限とされるか

会社法2条5号にいう公開会社においては、新株発行については募集の方法も含めて取締役会が決定することになります。したがって、第三者割当ても取締役会の決定だけで行うことができますが、有利発行に当たる場合には株主総会の特別決議が必要となります。

これに対して、不公正発行の典型例とされる支配権の強化・維持のための発行に関しては、誰がこのような発行をする権限を有するかについて、法律上定めがありません。ただ、ニッポン放送事件の控訴審判決は、買収者が濫用的買収者であるようなケースにおいては、例外的に取締役会が支配権維持・強化目的の新株発行を行うことができると述べています。この事件では新株予約権が対象になりましたけれども、新株発行についても同様に取締役会限りでできるということなのだろうと思います。また、ブルドックソース事件の最高裁決定では、株主総会が対抗措置をとり得るということを直接述べたわけではないものの、敵対的買収者による買収が会社の企業価値を毀損することになるかどうかについては、取締役会ではなく、株主総会に判断の権限があると述べていますので、この判示部分からしますと、株主総会ならば買収に対抗するための第三者割当てをすることができると考えているように思われます。



以上に対し、有利発行にも不公正発行にも当たらない場合は、支配権を変動させるような発行であっても取締役会限りで行えるというのが現行のルールでありまして、理論上は4倍額増資、最近はやりの「希釈化率」という言葉を使いますと、希釈化率300%の新株発行を行うことも可能であります。大規模な新株発行、例えば発行済み株式総数の20%以上、希釈化率20%の新株発行は、株主利益に大きな影響を与えるので、そのようなものについては株主総会決議を要求すべきであるという立法論は以前から存在しており、私自身もそのようなことを言うておりました。平成13年4月の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」でも、このような新株発行について特別決議を要するとの試案が提示されていたところでもあります。しかし、経団連をはじめとして経済界から強い反対に遭い、最終的にこの立法論は実現に至りませんでした。例えば経団連は、この試案に対して、企業の資金調達、再建支援、事業再編の機動性を著しく損ない、経営の選択肢を狭めることになるという強い批判を加えていたところです。

・ 第三者割当てに関する事前の開示

既存株主は、法令・定款違反の新株発行、または不公正発行、すなわち取締役会の発行権限を濫用するような新株発行に対しては、これを事前に差し止めることができます（会社法210条）。そして、この事前の差止めの機会を確保するために、会社法は、会社に対して募集事項の公告・通知をすること、すなわちどのような新株発行を行うかを事前に公示することを求めています（同201条3項。以下、「募集事項の公示」と略称）。

ところで、何を公示すべきかについて、平成17年改正前商法のもとでは、「募集ノ方法」も公示すべき事項に含まれていました（改前商280条ノ3ノ2）。したがって、第三者割当てであるかどうかは公示によって明らかにされることになっていたわけです。

これに対して会社法では、199条1項各号の募集事項のみを公示すればよいとされ（201条3項）、募集の方法、すなわち、一般的な公募なのか、縁故募集なのか、第三者割当てなのかは、199条1項で募集事項として列挙されていないことから、公示される必要はないということになりました。なぜ会社法制定時にこのような法制に改められたのかはよくわかりませんが、恐らくは、取締役会で決定することが求められるのは199条1項各号の募集事項であって、決定することを求められていない事項まで公示せよと要求するのは不合理だという理由ではないかと推測されます。

改正前商法のもとでは、募集の方法は取締役会の決定事項として列挙はされていなかったものの、公示の対象にはなっていたので、事実上、取締役会で募集の方法を決定してい

たものと思われます。これに対して会社法のもとでは、仮に取締役会において具体的に誰に割り当てて発行するかが既に決定されているようなケースであっても、その公示をすることは必要ないということになります。

もっとも、後でみますように、平成4年証取法改正後は、金商法上の発行開示を通じて、第三者割当てが行われるということを株主は知ることができるようになりましたので、会社法の規定の上では募集方法の公示が行われなくなってしまったこともそれほど問題ではないということであったのかもしれませんが。

- ・発行後の処理

発行までに差止めがなされないと、発行後に新株発行無効の訴えによって無効とすることができるのは、公示義務違反があるような例外的なケースに限られ、単なる有利発行や不公正発行は、それだけでは無効原因にはならないというのが我が国の確定判例です。

他方、有利発行の場合の取締役、通謀引受人の責任追及は発行後であっても可能ですから、発行後の株主の主たる攻撃手段は、民事責任の追及ということになるかと思えます。

### (3) 金商法の規制

- ・平成4年改正前証取法

平成4年改正前証取法のもとでは、募集とは「不特定かつ多数の者に対し均一の条件で、新たに発行される有価証券の取得の申込を勧誘すること」とされ、「多数の者」とは50名程度とされていたことから、上場会社が50名未満の割当予定先に対して第三者割当てを行う場合は募集には該当せず、有価証券届出書の提出は不要とされていました。

- ・平成4年改正後の証取法

しかし、平成4年改正により、50人未満の者に対する取得勧誘であっても、適格機関投資家向け私募、特定投資家向け私募、少人数向け私募のいずれかに該当しない限りは募集に該当することになり（金商2条3項、同施行令1条の5）、しかも既に上場されている株式については、適格機関投資家向け私募、少人数私募のいずれにも該当しないとされました（同施行令1条の4第1号、1条の7第1号。上場株式は転々流通する可能性が高いことによる）。そのため、上場会社が取引先等に対して行う第三者割当ても証取法上の募集に該当することになり、届け出が必要とされることになったわけです。

こうして平成4年改正後は、第三者割当ての場合にも有価証券届出書が提出されるのが通例となり、前述のように、有価証券届出書の中で募集の方法が記載されることから、投

資家や株主は、有価証券届出書による発行開示を通じて、第三者割当てによってどれだけの株式が発行されるかを知ることが可能になっていたといえます。

・平成21年12月改正後の開示府令

平成21年12月11日に公布・施行された「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」（平成21年内閣府令第73号）によって、開示府令も改正され、第三者割当てに係る開示の充実が図られることになりました。近年、十分な情報開示がなされないまま、実態が明らかでない海外のファンドに大量の株式を割り当てたものの最終的に発行会社に資金が入らなかったり、または、既存株主の議決権の極端な希釈化をもたらすなど、投資者保護の点で問題のある第三者割当てが一部で行われることがあったことから、そのような動きに歯止めをかけることがこの改正の目的とされています（谷口義幸ほか「第三者割当てに係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事1888号4頁）。

新開示府令のもとでは、有価証券届出書（第2号様式）に、「第三者割当ての場合の特記事項」という項目が新設され、その項目のもと、1「割当予定先の状況」、2「株券等の譲渡制限」、3「発行条件に関する事項」、4「大規模な第三者割当てに関する事項」、5「第三者割当て後の大株主の状況」、6「大規模な第三者割当ての必要性」、7「株式併合等の予定の有無及び内容」、8「その他参考になる事項」という8つの項目に分けて相当詳細な開示がなされることになっています。

例えば、1「割当予定先の状況」については、発行会社と割当予定先の関係（出資、人事、資金、技術または取引等において重要な関係がある場合はその内容を具体的に記載）、割当予定先の選定理由、割り当てようとする株式の数、株券等の保有方針、払込みに要する資金等の状況、割当予定先の実態などが記載されることとなります。

3「発行条件に関する事項」では、発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方を具体的に記載することが求められており、有利発行に該当するものと判断した場合は、その理由及び判断の過程並びに当該発行を有利発行により行う理由を具体的に記載すること、逆に当該発行が有利発行に該当しないものと判断した場合には、その理由及び判断の過程を具体的に記載すること、また、当該発行に係る適法性に関して監査役が表明する意見または当該判断の参考にした第三者による評価があればその内容を記載することが求められています。

4「大規模な第三者割当てに関する事項」では、(a)希釈化率が25%以上の第三者割当

(発行済株式の議決権の25%以上に相当する第三者割当)が行われる場合及び(b)当該第三者割当により支配株主(議決権割合が50%超の株主)となる者が生じる場合は、その旨及び(a)(b)に該当すると判断した理由について記載することが求められています。

6「大規模な第三者割当の必要性」では、上記(a)(b)に該当する場合には、当該大規模第三者割当を行うこととした理由及び当該大規模第三者割当による既存株主への影響についての取締役会の判断の内容について具体的に記載することが求められます。大規模第三者割当を行うこととした理由については、他の資金調達の方法との比較を踏まえるなどして記載することが想定されているようです(前掲谷口ほか・7頁)。また、これに加えて、大規模第三者割当を行うこととした判断の過程についても具体的に記載することが求められており、そのような判断の過程には、独立第三者からの意見の聴取、株主総会における株主の意思の確認その他の取締役会の判断の妥当性を担保する措置を講じる場合はその旨及び内容を含むものとされています。

以上のような第三者割当てに関する事前開示を充実させるという改革は、後でみますように、昨年7月に先に証券取引所が適時開示として導入したところであります。金商法における改革はこれに追随する形になりましたけれども、開示される内容については、金商法による発行開示と取引所上場規程による適時開示とであまり変わらないのではないかと思います。

資料②として配付しましたのが、レナウンが予定している第三者割当てに関する有価証券届出書の一部です。そこでは、レナウンが現在置かれている状況にはかなり厳しいものがある、それを打破するために中国の会社と大規模な資本提携を実施したい、具体的には希釈化率70%の大規模第三者割当てをディスカウント率25%ほどの有利発行で行いたい、については株主総会の特別決議を経て第三者割当て新株発行を実行したいということについて、相当詳細な説明がなされています。

このほか、手取り金の使途について、今般の改正では、その支出予定時期も記載事項に加えられています。

また、金商法では、内部者取引規制に関連して、払込金額の総額が1億円以上の募集株式の発行は、金商法166条1項の重要事実にあたることとされており(166条2項1号イ・有価証券規制府令49条1号イ)、公表措置がとられない限り、会社関係者は当該有価証券の売買ができないことになります。

以上のほか、金商法では、臨時報告書による適時開示があります。前述のように、発行

総額1億円以上の上場株式を発行する場合には、通例、募集に該当することになり、発行開示がなされる限りは、それと別に適時開示をすることは求められていません。しかし、例外的に発行総額1億円以上の株式を発行する場合で発行開示が必要とはされていないとき、具体的には募集によらずに発行するケースと海外で発行するケースですが、そのときには、臨時報告書を提出することが必要となり、取締役会の発行決議があれば、発行数、発行価格、発行価額の総額、取得者について開示することが求められています（開示府令19条2項2号・2号の2）。

#### （4）証券取引所による自主規制

これについては、昨年9月の森田先生のご報告「株主権と取締役会の業務執行権」でも取り上げられたとおり、東京証券取引所が第三者割当てに関して、昨年7月に新しいルールを導入しました（東京証券取引所上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日））。

まず、大規模第三者割当ての手続等に関してですが、

① 昨年7月に改正された有価証券上場規程において、上場会社が発行済み株式の議決権の25%に相当する第三者割当てを行う場合、及び当該割当てにより支配株主が異動する見込みがある場合は、当該割当ての必要性及び相当性に関する意見を独立第三者から入手すること、または、株主総会決議など株主の意思を確認する手続をとることを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定しました（上場規程432条）。

② 第三者割当てによって、株式、新株予約権、新株予約権付社債などの発行を行う場合、議決権の希釈化率が300%を超えるときは、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと認められる場合を除き、上場廃止とすることが定められました（上場規程601条1項17号、同施行規則601条13項6号）。

新株発行だけを行う場合には、会社法の規定から、希釈化率は最大でも300%におさまるはずですが、株式併合によっていったん発行済株式総数を減らしておいて、その後授權資本枠をいっぱいを使って発行すれば、一気に希釈化率300%を超える発行をすることも可能となります。また、新株予約権や新株予約権付社債を組み合わせることで、そのような発行をすることも可能です。しかし、そのような非常識なことをしたら上場廃止にしますよというのがこのルールです。

③ 第三者割当てによって支配株主が異動した場合で、その後3年以内に支配株主との取

引に関する健全性が著しく毀損され、株主及び投資家の利益を侵害するおそれ大きいと認められるときにも、上場廃止とすることが定められています（上場規程601条1項9号の2）。これは、第三者割当てによって出現した支配株主がその会社との間で会社を食い物にするような取引、支配株主に有利になるような取引をしていることが見られた場合には上場廃止にするというルールです。

以上の点については、大証にも同様のルールがあります（大証「企業行動規範に関する規則」2条、同「株券上場廃止基準」2条9号の2、17号等）。

#### ・事前の開示

次に、第三者割当てに関する事前の開示についてですが、取引所が以前から採用していた適時開示規制に、昨年7月のルール改正でさらに新しいルールがつけ加えられました。

まず、以前からあったルールとして、東証の有価証券上場規程では、金商法166条2項に掲げられている重要事実と同様の事実を適時開示事項として規定しています。この結果、発行価額の総額が1億円以上の募集株式の発行については、発行の方式を問わず、適時開示事項となります。ただし、株主割当ての場合と買収防衛策の導入・発動の場合には、1億円の軽微基準は適用されませんので、常に開示対象となります。また、募集株式の発行に関する決定事実については、①(1)決定した理由、(2)決定事実の概要、(3)決定事実に関する今後の見通しを開示することが求められることから、第三者割当てで新株発行を行う場合には、割当ての相手方や割当ての理由についても開示することが求められます。

そして、このような適時開示のルールに、昨年7月のルール改正で次の②～④のルールがつけ加わりました。すなわち、適時開示の対象となる新株発行が第三者割当てである場合には、②「割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容」、③「(a)払込金額の算定根拠及びその具体的な内容、(b)払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役又は監査委員会の意見等（ただし、(b)は取引所が必要と判断した場合に限る）」、④「（上記の大規模第三者割当てのための手続（独立第三者からの意見書の入手または株主の意思確認）を行う場合は）その内容」を開示することも求められるようになりました。

②については、資金的裏付けを欠く第三者割当てを実施するという情報は市場を混乱させ、市場に対する信頼低下を招きうることから、これを抑止することが目的とされています。③については、有利発行かどうかを判断するための資料を株主に供することがその目的です。④は、先ほどの大規模第三者割当てに関する新ルールと連動させた適時開示です。

そして、大証にも以上と同様のルールがあります（大証「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」2条1項(1)a、同「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則の取扱い」1(1)a、1の2(1)(2)ほか）。

#### IV. 検討

##### 1. 第三者割当てに関する事前開示

###### (1) 現状の評価

会社法は、差止めの機会を確保するという観点から、募集事項の公示を義務付けてはいますが、非上場会社も含むあらゆる公開会社（会社法2条5号にいう公開会社）を対象としていることもあり、その目的を実現するための十分な規制にはなっていないように思われます。募集の方法や第三者割当ての場合の割当先、割当理由を公示しなくてよい（基本的に、発行総額・払込金額・払込期日を公示すれば足りる）という点や、公示手段が官報でもよいとされ、株主が見逃すおそれが大きいという点で、差止め機会確保のためのルールとしてはかなり貧弱であると言わざるを得ないように思います。

他方、金商法による第三者割当てに係る事前開示は、平成21年改正前は、EDINETを通じた開示がなされるという点では周知機能は高かったものの、第三者割当ての内容についての情報は貧弱であったと言わざるを得ないと思います。有価証券届出書には、第三者割当てで何株発行されるかということまでは記載されますけれども、誰に対してどのような理由で発行されるのかは、有価証券届出書に記載する必要はなかったからです。しかし、前述のように、昨年12月の開示府令の改正によって、発行開示において第三者割当てに関して提供される情報は格段に詳しくなり、これによって投資家が当該新株発行に対して応募するかどうか、新株発行後も投資を続けるかどうかの判断をすることが以前よりも容易になったように思われます。

また、発行開示を通じて第三者割当ての内容が詳しく開示されるようになったことから、株主が会社法210条の差止めをする場合にも、以前よりも新株発行に関する情報が得やすくなったといえます。現に差止めが認められるかどうかはともかく、少なくとも差止め対象になる新株発行に関する情報は非常に詳しいものが得られるようになったといえると思います。

次に、証券取引所の適時開示規制ですが、証券取引所による適時開示が金商法166条1項にいう「公表」の措置に当たりうるということとは別に、その適時開示は、証券取引

所が上場会社に遵守を要求するルールそのものでありますので、上場会社はTDNetによって適時開示を義務付けられることとなります。また開示内容も、金商法166条に基づいてなされる「公表」の内容よりも詳しい内容が開示されることとなります。ただ、前述のように、金商法は昨年12月の改正から発行開示の形で第三者割当てについて詳細な情報を提供するように求めており、その結果、金商法の発行開示によって得られる第三者割当てに関する情報と取引所の適時開示によって得られる第三者割当てに関する情報とはそれほど差がないように思われます。逆に言うと、重複があるということになるかと思えます。

金商法による発行開示規制や証券取引所による適時開示規制は、投資家に適時に投資情報を提供することをそもそもの目的としており、既存株主のための差止め機会確保という会社法の目的とは異なっています。しかし、会社法201条5項が、金商法上の発行開示がなされている場合には募集事項の公示を要しないとしていることから明らかなように、会社法自身が発行開示を通じて既存株主に新株発行に関する情報が伝わることを想定しており、発行開示や適時開示によって、新株発行に係る取締役会決議の内容が迅速かつ広く知られることになれば、結果的に差止め機会の確保につながるという考えがあると思えます。

こうして、現在では、金商法の発行開示と証券取引所の適時開示による第三者割当てに係る事前の開示が、結果として、会社法の規制の貧弱さを補っていると思われると思えます。

## (2) 問題点

### (イ) 金商法ルール・取引所ルールの違反と会社法上の効果

金商法の発行開示規制や証券取引所の適時開示規制による情報提供は、会社法による募集事項の公示そのものではありません。金商法や証券取引所上場規程による情報提供に瑕疵があった場合、例えば虚偽記載等があれば、それが金商法の違反や取引所上場規程違反になるであろうということは当然であるとしても、それが会社法上どのような効果をもたらすかという点が問題となります。

例えば、金商法に基づいて有価証券届出書が提出される場合、会社法201条3項によって公示が求められる募集事項に相当する事項については虚偽記載はなかったけれども、開示府令によって開示が要求される事項（例えば第三者割当ての割当先や割当ての理由）について虚偽記載があった場合に、果たしてそれが会社法上の公示義務違反になるとみる



ことができるでしょうか。法形式上は、会社法によって公示が義務付けられている事項について正しく記載されている以上は公示義務違反はないかのごとくであります。有価証券届出書中の第三者割当てに関する記載が虚偽であったために株主が差止めの機会を逸してしまったという場合には、それは虚偽の情報によって差止めの機会が実質的に確保されていなかったとみて、公示義務違反と構成することも可能であるのではないかと考えています。

例えば、問題の第三者割当ては、実際には敵対的買収のおそれを会社側が察知してから1カ月ぐらいででっち上げた資本提携計画の実施のために行うものであったにもかかわらず、有価証券届出書では、資本提携計画は2年前から着々と進んでおり、その計画を実施するために今回の第三者割当てを行うという説明がなされた場合、これは虚偽記載であると思います。もし真実が開示されていれば、株主が差止めをしてそれが認められていたかもしれないのに、虚偽記載があったがゆえに株主が差止めをあきらめてしまったようなケースでは、当該虚偽記載は株主の差止権の行使を実質的に妨げるものであって、公示義務違反になるという解釈も可能ではないかと思えます。そうだとしますと、このような場合には、公示義務違反のほか、不公正発行という差止事由もあったといえますので、平成9年最高裁判決の考え方に従って、新株発行無効事由になるという解釈を導くことができるように思います（最判平成9年11月28日民集51巻1号71頁参照）。

なお、取引所の適時開示規制に違反した場合には、上場規程によりますと、上場廃止のような厳罰を科すことも理論上は可能ではあります。しかし、支配権を争っている双方の株主にとって、上場廃止は恐らく幸福なこととはいえないと思われれます。第三者割当てに係る開示が虚偽であったような場合には、その第三者割当ての効力を否定する形の救済を与えればそれで足りるように思います。立法によって、会社法、金商法、取引所自主規制の関係を整理できればよいのでしょうけれども、現行法のままであるとしても、さきに述べたような解釈をすることで、金商法や取引所自主規制の違反を新株発行無効という効果に結びつけることが可能なのではないかと考えています。

(ロ) 第三者割当てに関する情報提供は、発行開示として行うべきか、適時開示として行うべきか

発行開示は、有価証券の募集・売出しを行う前に、一定期間、発行会社や有価証券の内容について情報を提供させ、当該期間が経過するまでは有価証券の取得勧誘を禁ずることによって投資家の熟慮期間を確保し、もって投資家を保護しようとするものです。

ところが、平成4年改正後の証取法のもとでは、第三者割当て自体が「募集」と構成され、さらに今般の開示府令改正によって、第三者割当ての割当先について詳細な情報を提供することが求められたことから、有価証券届出書の効力が生じるまでは取得勧誘をしてはならないはずの割当先と発行条件や発行後の動向について協議して、その結果を開示しなければならないことになり、発行開示の制度目的とは矛盾した状態が生ずることになりました。そこで、金融庁は、このような批判がありうることを想定して、開示ガイドライン（「企業内容等の開示に関する留意事項について」）を改正しています。

昨年12月の改正時点におけるガイドライン2-11、今年の6月にまた改正されまして、現在は2-12になっていますが、その現在のガイドライン2-12（第三者割当てにおける事前調査）によりますと、「開示府令第19条第2項第1号ヲに規定する第三者割当てを行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当てに係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（例えば、資本提携を行う場合、親会社の子会社株式を引き受ける場合等）に該当するときは、割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当ての内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は有価証券の取得勧誘又は売付勧誘等には該当しないことに留意する。」とされています。

しかし、割当予定先と割当てについて現に協議しているにもかかわらず、それが取得勧誘には当たらないというのは、相当に無理のある法律構成と言わざるを得ないように思います。ガイドラインが言うように、転売のおそれが少ない相手方との協議は取得勧誘には当たらないとみるのであれば、そもそも、そのような相手方に対する取得勧誘は募集には当たらないと構成して、発行開示の対象から外した上で、当該第三者割当てを適時開示の対象として情報提供させるほうが、規制枠組みとしては自然であるように思われます。この点は弁護士の江島さんが指摘されているところでありまして（江島秀樹「第三者割当て増資に関する開示規制と勧誘概念」商事法務1891号20頁以下）、私も賛成いたします。

第三者割当てと並行して公募が行われるような場合には、確かに全体を募集として発行開示に服させる必要があるのだらうと思いますけれども、資本提携目的あるいは企業再建目的の第三者割当てだけが行われる場合については、取締役会決議後または株主総会決議後、直ちに臨時報告書を提出させて、その中で第三者割当てに係る情報を提供させるという枠組みが検討されるべきではないかと思えます。

そして、第三者割当てに係る情報提供が金商法上も適時開示として行われるようになれ

ば、金商法による適時開示と取引所による適時開示が重複することになりますので、公開会社法制の観点からは、そのような重複をなくすような調整が検討されてよいように思います。

## 2. 第三者割当ての手続

### (1) 問題点

#### (イ) 大規模第三者割当ての手続

取締役会限りで4倍額増資を行うことができるという我が国の会社法のルールは比較法的にも異例でありますし、証券取引所が大規模第三者割当てに係る取締役会の権限に一定の歯止めをかけようとした点は評価できます。ただし、取引所の自主規制では、①ルール発動の要件が発行済株式総数の20%以上ではなく、25%以上とされていること、②常に株主総会決議が必要とされるのではなく、独立第三者による当該割当ての必要性と相当性に関する意見の入手でもよいとされていることが、ニューヨーク証券取引所のルールとは異なっています。

証券取引所の自主ルールが株主総会決議を一律に要求するのではなく、独立第三者からの意見の入手でもよいとしたのは、従来のルールからの根本的変更を避けようとしたこと、及び株主総会決議の法的意味・効果がはっきりしないこと、すなわち、新株発行権限を株主総会に移すという定款規定がなければ、有利発行でない限り株主総会には決定権限はないはずで、そのような場合の株主総会決議の法的意味が明確ではないことを考慮したことによるものと推測されます。

しかし、独立第三者からの意見の入手という手続は、その信頼性に問題がないとはいえません。例えば、会社が、第三者割当てが公正妥当であることの意見書を書いてほしいと弁護士10人に依頼したところ、8人は当該第三者割当てに疑問を抱き、意見書の執筆を断ったけれども、2名が執筆に応じたというケースでは、表に出てくるのは、2名の弁護士が公正・妥当だと判断した意見書だけかもしれません。当該割当てが必要性と相当性を満たしているという意見書が会社側から提出されたとしても、独立第三者の立場にある人が一般的にそのような理解をしているということに、当然にはならないように思います。また、当該第三者割当ての必要性と相当性を当該会社の事業に通暁しているとはいえない会社外の人間に判断させることの当否も問題になる余地があるように思います。

そもそも、我が国の裁判所は、支配権争奪のコンテキストにおいては、独立第三者委員

会や社外取締役の判断にほとんど重きを置いていないように思われます。例えばニッポン放送事件やニレコ事件では、独立第三者委員会や社外取締役が不公正ではないと判断したにもかかわらず、差止めを認めていますし、ブルドックソース事件においても、最高裁は敵対的買収者による買収が企業価値を毀損するかどうかの判断は株主総会がなすべきだとしています。このような状況からしますと、少なくとも支配権争奪のケースでは、独立第三者から、「この第三者割当ては会社の事業のために必要です。不公正発行ではありません。」という意見書を入手したとしても、法的にはほとんど意味がないように思われます。

立法論としては、希釈化率25%以上の新株発行については、株主総会決議を要求し、さらに、希釈化率100%（倍額増資）以上の新株発行については、発行会社を他の会社の子会社にするような新株発行であって会社の基礎的変更に近いといえるので、特別決議を要求すべきではないかと考えます。25%以上の新株発行に株主総会決議を要求することに対しては、資金調達の機動性を阻害し、ひいては経営の自由度を狭めるという批判がありうると思いますけれども、有利発行に関して会社法200条3項が定めているように、1年間は募集事項の決定を取締役に委任できるようにするという対処が考えられます。もっとも、200条3項類似の規定を置くとした場合でも、同規定を利用できるのは希釈化率100%以内の新株発行に限ることとしたり、通算規定を置くなどといったことが必要になるように思います。また、委任しうる期間も1年間で妥当かどうかということについても検討する必要があるように思います。しかし、いずれにせよ取締役会に委任しうるというルールを入れておくことで、機動性についてもある程度配慮したルールをつくることのできるのではないかと思います。

#### （ロ）有利発行該当性に関する情報提供、監査役の意見表明

開示府令と取引所上場規程では、払込金額の算定根拠について情報提供することを求めています。このような情報提供が義務づけられることにより、払込金額をいくらにするかの判断、有利発行に該当するかどうかの判断をするに際して、社内において従来よりも慎重な判断がなされることが期待されますので、このような新ルールは肯定的に評価してよいと思います。

開示府令及び取引所上場規程では、有利発行に係る適法性に関して、監査役の意見の表明が期待されているように思われます。この問題は、本年4月の伊藤さんの報告でも取り上げられたところです。開示府令では、当該発行に係る適法性に関して監査役が表明する意見、または当該判断の参考にした第三者による評価があればその内容を記載することと

されており、監査役が意見を表明したならばそれを記載せよという規定ぶりにはなっていますが、この2カ月半ほどの間に提出された第三者割当てに関する有価証券届出書約25件をEDINETで見た限りでは、株主総会の特別決議を経ないものとされたすべての届出書において、「有利発行に当たらない」旨の監査役の意見があったということが記載されていました。取引所上場規程では、監査役の意見は、取引所が必要と判断した場合に書けばよいということになっていますけれども、開示府令の記載上の注意が効いたのかどうか分かりませんが、第三者割当てにおいては常に監査役の意見を記載するというのが、現在のデファクトスタンダードになりつつあるように思われます。

ところで、この監査役の意見表明に関しては、そこでいう適法性に関する監査役の意見とは、払込金額が公正価格そのものであるという実体的な結論なのではなく、有利発行該当性の判断が適正な社内手続に従って行われたかどうかについての意見である、つまり、プロセスの合理性についての意見であると解すべきであるという見解があります（武井一浩ほか「第三者割当ての有利発行適法性意見制度と実務対応〔Ⅶ・完〕」商事1886号24頁以下参照）。同論文では、監査役は、プロセスの合理性について適正にチェックしていなければ損害賠償責任を負う余地があるけれども、当該発行が後に裁判所によって結果的に有利発行であったと判断されたとしても、それが有価証券届出書の虚偽記載だとして発行会社や監査役が発行開示責任を負うことになるわけではないとされています。

私も、有利発行に該当しないという意見表明をしたことで虚偽記載責任を問われるべきではないという点には賛成いたします。というのも、有価証券届出書に書かれているのは、取締役会がこれこれこのような根拠から有利発行ではないと判断し、監査役も同様に判断したということだけであり、そのような判断がなされたということは、何ら虚偽ではなく、事実そのものであるからです。しかし、本来は、有利発行であると判断して、特別決議を得るため株主総会を招集すべきであったにもかかわらず、有利発行ではないと誤って判断してしまい、法令違反の新株発行を招いてしまったという点については、善管注意義務違反による責任、または429条による対第三者責任が問われることがありうるだろうと思います。すなわち、そのような誤った判断をした取締役とともに、その誤った判断を正さなかった監査役も責任を負う余地はあるということです。

ただ、任務懈怠があったかどうかの判断に当たっては、有利発行該当性の判断が情報を十分に収集した上で行われ、かつ判断自体が著しく不合理なものとは言えないという場合には、経営判断原則的な判断枠組みに基づいて任務懈怠を否定することができるように思

います。したがって、武井弁護士らの論文が述べているところと結論的には同じこととなるのかなという気がしています。

しかし、たとえば、時価の10%ディスカウントで払込金額を決定した場合、その10%をディスカウントする理由について何ら示すことなく、「10%引きだから有利発行には当たらない」とか、ソニー・アイワ事件のように企業提携の噂で時価が急騰したというような事情がなく、時価にはあまり変動がないにもかかわらず、時価の20%ディスカウントで払込金額を決定して、その理由として、「引受人とは企業提携を予定しており、シナジー効果が期待されるから20%引きでも有利発行にはならない」という判断をしたような場合には、判断プロセスが合理的ではない、または判断自体が著しく不合理であると解釈される余地が十分にあると思います。

本日、資料④として追加配付したのは、ジャスダックに上場している某会社の有価証券届出書の一部です。これは、私自身の印象として、有利発行にならないという理由付けに多少問題があるのではないかという感じを抱いたものです。そこでは、6カ月間の平均株価から10%をディスカウントした価額を払込金額にした理由について、取締役会決議の直前営業日の終値の10%ディスカウントだと余りにも安くなり過ぎて有利発行になるおそれがあるので、6カ月の平均株価を採用して、その10%をディスカウントした、と説明されています。つまり、10%ディスカウントをすることが当然の前提になっていて、いくつかりうる基準のうち6カ月の平均株価の10%引きならよさそうだというのでこれを選びました、ということのようなのですが、この価格が有利な価額ではないという理由付けとしては十分ではないように思われます。

また、この有価証券届出書の別の箇所では、「取締役会決議日の直前営業日からの直近6ヶ月平均株価に対し、10%のディスカウント率を採用したのは、本第三者割当増資の目的が、両社の業務提携による相互のシナジー効果の増大にあり、割当先が中長期保有方針であることを考慮し、両社間の協議の結果、10%ディスカウント率を採用することに致しました」とも記載されており、これは10%のディスカウント率を採用した理由を示したものと解されます。しかし、シナジー効果が期待できるということは、会社法199条3項で開示すべき有利発行を行う理由にはなるとは思いますが、ディスカウントした価格が公正価格になる理由として持ち出すことには問題があるように思います。従来、10%のディスカウントをする理由としてよく挙げられるのは、証券取引所での値段は、取引量が少ないためにちょっとしたことで乱高下し、あまり信頼が置けないことや、新株

の消化可能性を考えるとある程度のディスカウントをしないと資金調達ができないということであったと思うのですが、シナジー効果というものを正面からディスカウントの理由とすることについては、疑問を感じたところです。

私の報告は以上でございます。いろいろとご教示いただければ幸いです。

~~~~~

#### 【討 論】

○森本 どうもありがとうございました。第三者割当てについては、最近、目まぐるしく実務も動いており、わかりにくいことが多いのですが、要領よくおまとめいただき、現状の問題点、立法論などもご指摘いただきました。

それでは、ただいまのご報告について、ご質問、ご意見をお願いいたします。相互に関連しますから、どこからということではなく、適宜ご意見をおっしゃっていただきたいと思います。よろしくお願いします。

#### 金商法上の「募集」の概念と第三者割当てに関する協議

○河本 届出書に割当先を詳しく書くということが明文で定められたのは、平成22年になってからですね（第二号様式 23-3）。ところが、従来から金融庁は、割当先について記載していない届出書は受け付けられないという扱いをずっとしてきたのです。それで実務は随分悩まされたのです。例えば、ちょっと話が古くなりますが、バブルが崩壊した後、銀行がそろって、大量の第三者割当てをやったのです。これは、いろいろな方面に頼んで払い込んでもらわなければとても集まらんというので、数百もの取引先に向けて第三者割当てをやったわけです。そのときに、割当予定先の氏名又は名称、割当株数、払込金額、割当先の名称、当行との関係を書くことを要求されていたのです。100頁近い届出書の大部分は、これらの記載で一杯です。それを書かなかつたら受け付けられないという扱いが既にあったわけです。こんなものを相手先の了解なしに書けるはずがありません。

しかも金融庁のほうからは、わざわざ銀行に通知が回って、「有価証券届出書の提出前における割当先名簿の作成は行内の準備作業であり、取得の申込みの勧誘は有価証券届出書が提出されていなければすることができないことなど基本的な留意事項を行員に

徹底しているか」といつてくるのです。これでは、いったいどうしたらいいんですかと相談されるわけですね。とにかく、そんな届出書を出すのに、割当先である取引先に黙って勝手に書くわけにはいきません。承諾の返事をもらってこないといけない。それには、これは勧誘ではございません、と書いておくとか、そうでもしなければしょうがない。そういうことがずっと続いてきたんですね。

それで、それを明文化したのが今度の記載上の注意 23-3 で、割当予定先の状況というのが入った。それと同時に、今ご紹介になったガイドラインもつくったわけですね。このガイドラインで、まあまあやれやれということになったんですが、これは、あなたがおっしゃるように、本当に説明は全然つかんと思います。これが募集で勧誘でないと言えませんね。(笑) だから、非常にごまかしをやっておるわけなんですね。どうしたらいいのか。

ガイドラインの文言は「すぐには売らない」でしたかね。従来も、「当該株券の保有に関する事項」として、「原則として発行日より2年間継続保有する旨の確約を依頼する予定であります。」というようなことを書いていましたが。

○洲崎 転売のおそれが少ないと。

○河本 そういうおそれが少ない場合、例えば資本提携を行う場合、それから親会社の子会社株式を引き受ける場合等、こういう例を挙げておるわけですね、ガイドラインで。こういうときは、もう募集でないんだということを金商法の本文で書くか。しかし、これはまた書き方が難しいですね、よほどきちんと書かないと。だから、どういう制度にしたらすっきりするのか。ご指摘のような問題がますます強くなってきているのではないかという気がしますね。

○森本 これはレジュメの9ページから10ページにかけての問題ですが、洲崎さんは、平成4年の証取法改正において、上場会社においてはいかなる第三者割当ても募集に該当するとしてしまったことに無理があるということですか。

○洲崎 そのときは、それなりの理由があったのかなと思います。形式的には第三者割当てだけれども、それが国内の市場にすぐに還流されるような、そのような脱法的な行為を抑えるためには、とりあえず全部発行開示しなさいということだったのだろうと。

しかし、取引先に対して資本提携計画に従って発行し、その計画に基づいて取引先が保有するというような場合については、直ちに転売されるおそれは少ないのではないかと。河本先生がおっしゃったように、条文あるいはガイドライン等でどう書くかについては、



非常に難しいのかもしれませんが、もう一度平成4年改正の前の状況に戻すほうがすっきりするのではないかという気がします。

○河本 それともう一つ、上場していたら、たった1人相手に発行しても募集でしょう。果たしてこれでよいのかという疑問をもっています。

○龍田 50名とか35名など投資者の数を基準にして募集・売出しと私募とを分ける場合、被勧誘者よりも証券取得者をとらえる方が容易なようですが、転売によって証券取得者の範囲が広がる可能性があるかぎり、最初の証券取得数を見るだけでは意味がないでしょうね。

○森田 昔からインベストメントレターをとるとかと言って、何のことかと思って勉強したことを覚えています。それはまさにおっしゃるように、投資目的で持つような場合は転売はしない。そうすると、それは発行開示規制の潜脱ではないという発想ではとらえていましたけれどね。だから、その潜脱をとらえようとしているのか、それ以上にだれが持つということまで把握したいのかというのがもう一つはっきりしないように思います。発行規制開示の潜脱という意味と、その辺は、洲崎先生はどうなのでしょうね、潜脱自体はあまり意味がないということですか。でも、アメリカなんかは、その発行開示規制の潜脱というところが非常に意味があるという……。

○洲崎 発行開示規制を外しても、適時開示規制で同じ情報は出てくるはずなんです。このような第三者割当てをしますということで。にもかかわらず、そこで発行開示がなければ、投資家にとっては困ることが果たしてあるのか、そこは私もよくわからないのですけれども。

○加藤 発行開示規制のところで、投資家の保護といった場合の投資家というのは、第一義的には、株式を買うかどうか考えている投資家なわけですけれども、ここで投資家というのは、要はそういう投資家以外の、割当先以外の投資家ですよ。そうすると、そもそも発行開示規制の中に、こういう割当先の名前を入れたりすること自体、取得勧誘云々以前に、やはり制度矛盾であるような気がします。つまり、有価証券届出書による情報開示によって、第一義的に保護されるべき投資家である割当先に自分の情報を開示しろと言っているわけですから、よく考えると不思議です。

仮に平成4年改正のときの発行開示規制の潜脱という問題があるとしても、それは、やはり本来は売出しのところでカバーすべきなのだと思います。発行開示規制を潜脱しようとする人というのは、売出しに該当しないように売却しようとすると思われませんか

ら、前段階の発行開示規制をかけようというのが平成4年改正の趣旨だと思います。しかし、そうだとすると、恐らく先ほど森田先生が指摘されたように、平成21年の改正というのは、発行開示規制の潜脱というよりは、洲崎先生が指摘された差止めの機会を付与するとか、割当先以外の投資家に対する情報開示という方にだんだん趣旨が変わってきているようです。そうすると、例えば適時開示に一本化する、もしくは法定開示という枠組みの中に入れておいたほうがエンスフォースメントの手段が広がることを重視するのであれば、臨時報告書の開示事項として充実させるほうがいいかなという印象を受けました。

○黒沼 私も、保護の対象となるのは転売先の投資者だと思うのです。転売先の投資者の保護のやり方としては、第三者割当増資を募集と見て発行開示規制をかけるやり方と、転売の段階で売出し規制をかけるやり方があると思うのです。

売出しの場合の転売規制は、今回の改正で均一の条件が外されましたので、規制をかけやすくなりました。ただ、今回の改正では、市場で売る場合には売出しにはならないとされているのですが、第三者割当てで取得したものを市場で大量に売却すると、同時に反対側で勧誘が行われますから、やはりそういう場合にどうするかという問題が残っていると思います。現在の売出し規制を適用すればすべて済むとは個人的には考えていません。

○森本 問題は2つあるように思われます。今の黒沼さんのお話は、規制の潜脱というか、グレーな場合の話ですね。そうではなくて、本当に3年、5年ずっと保有し続けるというような、きちっとしたというのか、そういう場合についてもこの開示規制を適用することはどうか、とりわけ、こういうガイドラインを定めるのは何か制度的におかしいからであって、臨時報告書ベースというか、適時開示ベースにしたらいいいのではないかという問題もあるのではないのでしょうか。そして、これらを区別して議論を整理する必要があるように思われます。

だから、おっしゃるようなことは確かに考えなければいけないけれども、通常の企業提携なり救済目的の第三者割当てについて、募集の枠組み、したがって、発行開示規制の適用対象としながら、これは取得勧誘ではありませんというのはどうなのかという話なのでしょう。もっとも、潜脱の場合とこの場合をどのように明確に区別するのかと言われると——（笑）。確かに理論的にはわかるのですが、そういう意味もあって、黒沼さんが意見を言われたのだと思います。

- 黒沼 潜脱でない、持ち続けるような第三者割当増資のときにどこが違ってくかといいますと、割当先が有価証券届出書に虚偽記載があったとして発行者の責任を追及するときに18条、19条が使えるかどうかという点がテクニカルには違ってくかなと思ったのですが、臨時報告書でも、21条の2を適用するとほとんど変わらない。その場合に、間に証券会社が入らないと、引受証券会社の責任ということも変わらないですね。
- 森本 ですから、潜脱でない場合には、引受先の話ではなくて、流通市場における一般投資家、会社法上の既存株主保護が主たる問題となるのでしょうか。そう考えると、やはり発行開示ではなく、適時開示になるのではないかという疑問が生ずるように思われます。ただ、そこら辺を2つに明確に分けることができるかどうかといわれると、こういうガイドラインで逃げるのも法技術的には一つの方法なのかなと思います。ともかく、おっしゃるように、何となく説得力のない文章だなあというように感じます。

#### **有利発行に該当するかどうかの判断**

- 龍田 報告の最後の方で、独立第三者の意見あるいは監査役の意見でシナジー効果云々と言うのはいかがかと疑問にされましたが、私も全く同感です。これは有利発行について株主総会の特別決議で承認してもらうときに理由として開示すべきことですね。有利発行だけれども、これだけのメリットがありますから、どうか株主の皆さん、承認してくださいというのでしょうか。たとえば、この有能な取締役を当社に引き留めるために、これだけたくさんの株式を有利発行しますとか、あるいは従業員に報いて勤労意欲を高めるためにこうするのでとか、そういう理由として挙げることでしょう。こういう意見書だけで済ませられるのであれば、潜脱の場合というのはそもそもあり得ないと思いますかね。
- 森田 それで、よくわかりませんが、10%はだめなんですか。うちの学生に聞いたら、日本証券業協会の決まりがあって、それに書いてありますから、こんなものみんなオーケーですと。
- 洲崎 日本証券業協会のルールも、10%以内だったら当然に公正な払込金額になると言っているわけではないのですね。今年の2月に日本証券業協会が第三者割当の取扱いに関するワーキンググループ報告書というのを出しているのですが、そこでもそういう趣旨のことは言っておられるのです。
- 森田 10%とか言うんでしょう、やっぱり。

○洲崎 それは10%以内の場合には有利発行にはならないという下級審の裁判例とかが多かったものですから、何となく皆さん、10%だったらオーケーと思っているのかもしれませんが、しかし、当然に公正価格になるわけではないと。

○森田 あなたは割と厳しいんですね。

○森本 一般的な教科書のレベルでは、昭和40年代は10%というように書かれていましたが、昭和60年前後には4%だったか3.何%程度ということになったのでしょうか。

○洲崎 教科書ではそう書いていたと思いますね。

○森田 基準が10%に戻っているからね、今。それでみんなオーケーですよと言っているんですね。

○森本 しかし、それは、それを超えたらだめですよということで、それで全く問題はないというわけではない、そういう趣旨のものではないのでしょうか。

細かなことですが、このジャスダックの件において、直前営業日の終値の10%ディスカウントした払込金額と6カ月平均による払込金額とどの程度の違が生ずるのですか、金額的には、6カ月平均だったら、直前の何%ぐらいになったのですか。

○洲崎 発行決議直前の終値が273円で、6カ月平均の方は実はそれよりも高く282円です。決議日の直前に急に下がったのです。ですから、その下がった価格で発行すると言えばよかったですねなのですが、発行価格は時価の10%引きにしなければならないという慣習みたいなものがあるのかどうか知りませんが、273円からさらに10%ディスカウントするともっと安くなってしまふから、それは適切ではない、よって過去6カ月平均の10%引きにしたというのです。これはやはり、10%引きというのがひとり歩きしてしまっているのではないのでしょうか。

○森本 割当先がうんと言わなかったらいいですが。(笑)

○洲崎 割当先も、10%は当然引いてくれるのだろうというふう交渉したのかも知れないです。

○森田 そうですね、相手はそう思いますね。(笑)

#### **有利発行該当性についての監査役の見解表明**

○河本 一体この評価をだれができるのかということですがけれども、とにかく大きな会社の場合は、外資系の証券会社を使うことが多いけれども、大変な金がかかります。そ

の結果作成される報告書が膨大なものになる。数千万円とられているだろうと思いますね。その上に、さらにまた弁護士の意見書が乗っかるわけですよ。大変な費用がかかる。しかも、最近では、金融工学とかの発展で複雑な方程式を使いますから、われわれ法律家にはその正確さまではどうていわからない。裁判官だっておなじことです。専門家に鑑定させていたら、それはまさに専門家のやっていることで特に不合理な点もないからそれを採用するだけのことです。

そうなりますと、結局、法律は「特に」有利でなければよいと言っているのだから、証券業協会が出しているような線で、一応オーケーとしていかなかったら、えらい大金をかけて鑑定をとらなければならないというようなことになって、実際的ではないのですよ。だから、ある程度幅のあるところで納得するというのが、この分野の話ではないかと僕は思いますけど。

○森田 大体時価自体が何かよくわからんところで動いているのだから、それが神様みたいに正しいというわけでもないだろうし、難しいですよ。

○森本 おっしゃるように、去年から有利発行に係る適法性について監査役の見解——監査役会ですかね。

○洲崎 監査役会設置会社では監査役会です。

○森本 こういう大きいところは監査役会の見解がほぼついているということですね。

○洲崎 私が見たのはEDINETに出てきたもので、それこそジャスダックに上場している小さな会社も含めての25件ですので、いろんなケースがありますけれども、見たものにはすべて、適法と判断しましたという記載がありました。

○森本 その内容は、恐らく、武井論文のように「手続はきちっとしていました」といったような意見と見たほうがいいのですね。具体的にどういう意見だったかは明確ではないのですか。

○洲崎 基本的には詳しくは書いてないです。取締役会に参加した監査役が、有利発行ではないという判断が適法であると判断しました、あるいは有利発行でないと判断しましたという1行だけです、基本的に。

○森田 独自に判断したとも書いてないわけですか。取締役会に出席しておいて、私もオーケーですと言ったと、それだけなんですね。

○洲崎 そういう書き方をしているのが結構多いですね。

○森田 特別な意見が特にあったわけではないのですか。異議をとどめなかったら、大

体はそうでしょう。違うんですか。(笑)

○洲崎 このような形で意見表明をしていなくても、有利発行事案なのに有利発行ではないとして通してしまったら、任務懈怠責任を負いうるという点は、以前も同じだったと思うのです。しかし、意見表明することになって、それがよりはっきりしたということかなと思います。取締役会で有利発行にあたるかどうかを検討して、有利発行には当たらないと判断するわけですが、その有利発行ではないと判断した理由がいかにもおかしな理由だったのに、監査役がそれでオーケーと言ってしまったとなると、後で訴訟になり、有利発行であったことが確定してしまったときに、監査役が責任を負う可能性が高くなるだろうとは思いますが。

○森田 それは民事責任論的に言えば、監査役に調査義務が特に課されたわけですか。

○洲崎 いや、特にそうではないと思います。ただ、以前ならば、有利発行ではないと判断した理由について監査役は何も述べていなかったわけです。そして、後で有利発行かどうか裁判で争われることになったときに、監査役としては、まずは有利発行ではなかったと主張し、予備的に、かりに有利発行であったとしても、有利発行ではないと判断したことについて過失はなかった、という主張をすることになっただろうと思うのです。ところが、今回のルール改正で、取締役会ではこのような理由で有利発行ではないと判断しましたということが表に出てしまうので、そこでの理由がおかしな理由だったとすると、あとから訴訟になったときに、監査役に過失がなかったという主張をしづらくなると思うのです。

○森田 調査義務はないけれども……。

○洲崎 はい。

○松尾 今のところに関連して、先ほど聞き逃したのかもしれませんが、仮に後から見て不合理な判断であったという場合であっても、虚偽記載にはならない。

○洲崎 はい。

○松尾 そうすると、金商法上の責任は……

○洲崎 それはないと私は思います。

○森本 この問題は数カ月前にも議論したと思いますけれども、有利発行に係る適法性についての監査役の見解と支配権が変動するときの独立第三者の見解の一つとして、監査役が——社外監査役になるのですか、その場合は、妥当性についてなのですね。

○洲崎 はい。

○森本　こちらは適法性の問題ですから、従来の伝統的な考え方でも、新株発行で有利発行かどうか問題になる場合に、監査役は取締役会でその決議をするときには、適法性について監査しなければなりません。それについてきちっと適法性監査をしたことを意見表明で明らかにしなさいという、いわば注意的、確認的な規定であって、従来の監査役の職責を質的に拡大するものではないというように理解することができることを前提に、武井さんも洲崎さんも議論を進められているということですね。

○洲崎　はい。

### **有価証券届出書の第三者割当てに関する記載が虚偽であった場合における公示義務違反と新株発行無効事由**

○前田　第三者割当てについての開示が、最近の開示府令の改正で、金商法のほうでは拡充された一方、会社法のほうでは、会社法制定時に募集の方法が公示事項から落ちてしまい、第三者割当てについての開示が、金商法と会社法で随分差が開いてしまっているというのが現状だと思います。そして、ご報告では、上場会社のほうは金商法のほうが会社法の不備を補っていて問題はないというお話だったかと思うのですが、希釈化の問題は、むしろ上場会社よりも閉鎖型の会社のほうが深刻だという面がございますし、やはり募集の方法というのは、差止めに当たっては重要な情報だと思いますので、会社法で募集の方法を公示の対象から落としたのは問題だったのではないかと。会社法のほうでもそこはもとに戻すほうがいいのではないかと。思うのです。

きょうは主に上場会社についてのご報告でしたので、閉鎖型の会社については報告のメインテーマではないと思うのですが、ご感触をお聞かせいただければと思います。

○洲崎　会社法2条5号の公開会社ではあるが上場はしていない会社で問題になるということでしょうか。それとも非公開会社の話…。

○前田　非公開会社であれば、株主総会決議がありますけれども、ただ、株主総会決議の場合も、招集通知などで株主に開示されるのはやはり募集事項ですね。ですから、募集の方法はわからない仕組みになっているのではないかと。要するに上場会社以外、募集の方法はわからないことに会社法制定後はなっているのではないかと。思います。

○洲崎　非公開会社の株主からすると、株主割当てではなく、かつ、自分に何も打診が

なければ、自分以外の者に割り当てられるのだなということは推測がつくと思いますので、その株主は、株主総会に出て行って反対をするなどといった行動をとることはできるのかなという気はするのです。

○近藤 8ページから9ページまでに書かれているところですけども、第三者割当ての虚偽記載に対する効果として、ここでは株式の効力を否定する、第三者割当ての効力を否定するということをご主張されているわけですけども、それは虚偽記載に関する対処としては、株式の効力を否定するというのが適当なのだという、そういう発想なのでしょうか。それとも、そういう余地もあるというだけであって、虚偽記載に対する制裁は別にあるという、そういう理解でよろしいですか。

○洲崎 金商法上の虚偽記載によって生ずる金商法上の責任は別途考えればいいと思うのですが、不公正発行、特に支配権争奪のようなケースで差止ができなかったときに反対派株主にとって一番ありがたい対抗手段としては、やはりその新株発行を無効にするということかなと思うのです。金商法違反だけれども、それを実質、会社法の公示義務違反に持ってきて、無効主張を認めてやりたいということです。

○近藤 それは例えば、ここに書かれているように、上場廃止のような制裁を科すよりも、そちらのほうが妥当であると考えるわけですね。

○洲崎 はい。

○近藤 あるいは、上場規程に基づく制裁を少し緩和するという方法があると思いますが、それでも株式の効力に結びつけたほうが望ましいということになりますでしょうか。

○洲崎 常に上場廃止じゃなくて、制裁金みたいなものもあるのですかね。

○藤倉 そうですね、大証では公表制度や警告制度があります。

○森田 しかし、かなり激しい主張ですね、それは。つまり、会社法211条の規定があるではないですか。要するに、無効にするということは、払込みもなかったということでしょう。

○洲崎 いやいや、新株発行無効の訴えに乗せるということです。新株発行無効事由は非常に限られていますけれども、公示義務違反、公示欠缺があった場合は無効主張が可能なので、そのルートにのせたいということです。

○森田 結果としては、払込みもみんな無効だったということになるわけでしょう。

○洲崎 それはもとに戻すわけですから。

○森田 それは物すごい資本充実違反になる。(笑)



○洲崎　でも、無効という制度を認めている以上は、それはもう仕方がない。

○北村　今の点に関してですけれども、洲崎先生のご主張は、会社法における新株発行の無効事由をある意味で拡大しようということだと思いののですが、洲崎先生が述べておられる結論を導くためには、2つの論理構成ができると思います。

一つは、金商法上の開示義務違反を会社法上の公示義務違反と全く同じに考え、金商法の開示義務違反があれば、それで会社法上の通知・公告が行われなかったとみる構成、もう一つは、会社法上の公示義務は果たしているのだけれども、金商法上の開示義務違反があることによって実質的に株主は新株発行差止めの機会が奪われたとして、最判平成9年1月28日の論理にもっていくという構成です。洲崎先生はどちらの考え方をとっておられるのですか。

○洲崎　今ご指摘いただいてクリアになったのですが、私は後のほうの立場ですかね。つまり、金商法による開示は、会社法上の開示ではないけれども、投資家や株主が一般的に頼りにしている情報なので、そこで虚偽の情報が書かれたがゆえに、これはもう差し止められないとあきめられて差し止めなかった場合は、差し止めの機会を実質的に奪ったものとして、会社法上の公示義務違反と同等に評価してよいのではないかと。ですから、当然に同じというわけではなくて、実質的に同じように評価してあげたいという後のほうの考え方かなと思います。

○北村　ただ、裁判所は、会社法上の公示は形式的にはされているが差し止めの機会が実質的になかったという主張はなかなか認めようとはしないでしょうね（笑）。そこで、金商法上の開示義務違反を会社法上の公示義務違反と一緒に構成できれば、すっきりとはするのですが、先ほど森田先生がおっしゃったように、非常に過激な結論に至ってしまうと思った次第です。

○前田　会社法201条5項の文言解釈からは、有価証券届出書に虚偽記載があれば、それは会社法上の公示義務違反があったと読むことができるのではないのでしょうか。201条5項は、有価証券届出書の提出をしている場合は、会社法の公示の規定は適用しないとやっているわけですから、提出がなければ、原則に返って、会社法の公示に関する規定がそのまま適用になるのであって、洲崎先生のおっしゃったような実質的な差し止めの機会が奪われたかどうかということは、問題にしなくていいように思うのですが。

○洲崎　届出はあることはあるのだけれども、その一部について虚偽記載があるということですね。その場合に、201条5項の届出が一切なかったものと評価できれば、確

かに前田先生の言われたような解釈もできるのかなと思うのですが、一部の虚偽記載、それも会社法上は特にこれは書けとは言われていない部分の虚偽記載なので、そこで虚偽記載があったからといって、201条5項の開示が一切なかったといってよいかというところ……

○前田 たしかに、文言の形式的な解釈だけでなく、それに加えて、実質的に差止めの機会が奪われるおそれがあるという理由を加味すれば、よりいっそう、洲崎先生の言われるように、公示欠陥があったと解釈するのが合理的だというように思います。

○松尾 そうすると、虚偽記載が、例えば不公正かどうかの判断に関係のないような部分についてのものであるとすると、それは会社法上は問題ないと。

○洲崎 私の考え方からすると、そうですね。公示がなかったがゆえに差止めの機会を確保できなかった、それが無効事由として認められる最大の理由だと思うので、関係のないところで虚偽記載があったとしても、その虚偽記載がなければ差止めできていたと言えないのであれば、やはり無効事由として見ることは難しい。

○松尾 虚偽記載があったのが資金の確保の状況等のところだったとすると……

○洲崎 資金調達必要性、それは確かに不公正発行に関係する話ですね。

○龍田 差止めの機会を奪ったという点では、公示すべき事項を公示しなかったのと全く同じでしょう。この理由で差止命令が出たのに、それを無視して新株発行を強行した場合と同じに見ていいと思います。つまり、新株発行無効の原因と解釈することになります。

○森本 会社法201条5項の規定に基づく省令は会社法施行規則40条ですが、その第一括弧書は、会社法201条3項に規定する募集事項に相当する事項をその内容とするものに限る、という限定文句を定めています。したがって、たとえば、有価証券届出書の中の201条3項に規定する募集事項に相当する事項についてのみ会社法上問題とするのか、有価証券届出書のすべての記載事項とするのは広すぎるとしても、会社法の募集事項の公示制度の趣旨と直接関連する記載事項については、募集事項ではないとしても拡張解釈をするかということが、解釈論的整理となるのでしょうか。上場会社については公告内容を質的に拡大したと解すること、前田さんや龍田先生のおっしゃることが実質的には妥当であろうと思いますが、文言上整理を要するように思われます。ただ…

○船津 その場合に、なぜその提出した会社についてだけ拡大する必要があるのかとい

う点でやはり問題となってくるのかなと思います。この場合、例えば通知をすとか公告をするというときに、余事記載があつて、そこに虚偽があつたという場合、事項自体は正しく書いていて、余事記載でおかしなことが書いてあることによって全体が壊されるということであれば、上場会社でなくても、何か別の誤解を与える情報が実質的に通知事項を壊すというふうを考えれば、有価証券届出書についても同じようなことが言えなくはないかなと。そうすると、結局のところ、会社法上の公告事項というのを実質的に解釈した結果、上場会社については届出書だし、それ以外については通常どおりの公告事項だというふうに見ればいいのかなというふうに私は思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○洲崎 金商法による届け出がない場合、つまり会社法201条3項による公示をする場合であっても、この者にこういう理由で割当てをすと書いておきながら、その者はわら人形で実際には取締役自身に割り当てていたと評価できるような場合には、それは確かに募集事項ではないけれども、実質的に差止めの機会を奪ったと言える。よって、会社法上の公示としては余事記載だけれども、虚偽の記載が差止めを実質的に妨げるのであれば、公示義務違反と見てよい。そうだとすると、会社法上の公示にかわるものとして金商法上の発行開示が行われる場合でも、そこで虚偽があるのなら、同じように考えてよいのではないかと、ということですね——船津さんに言われて、そちらの考え方のほうが説得力があるような気がしてきました。

○森本 先ほど「ただ」と言いかけて船津さんがおっしゃったのですが、船津さんのような言い方もできると思います。しかし、私は、結論としては、大同小異、五十歩百歩かなという気がします（笑）。問題の本質は、不公正発行かどうかなのです。不公正発行について原則として無効事由とすることが本当に現時点でも不適切なのかを正面から議論すべきです。そのことを前提に、中間段階として5項と施行規則40条を介して、届出書等の記載事項の中に不公正発行を隠蔽するというか、ごまかすような記載内容があれば、新株発行を無効にするということは、最高裁の判例法理との調整という観点から合理的であるということができるといえるでしょう。しかし、公示義務違反という形式違反で無効事由にするというのではなく、実質的な不公正発行を問題とし、不公正発行の場合でも無効事由になる不公正発行と無効事由にならない不公正発行の区別等のきめ細かな議論をすべきではないかと思います。そういう実質判断をするのが、今日的には本筋の議論ではないかということを一言言いたかったのです。

## 大規模第三者割当てに関する立法論

- 黒沼 11ページで洲崎先生が立法論として書かれている点についてですが、大規模な第三者割当増資の場合についても、株主総会決議を要求し、ただし、総会で1年間、募集事項の決定は取締役会に委任できるようにしておけば、機動性を損なうことはないのではないかということを言われました。それで質問ですが、この場合の株主総会決議では、割当先も特定して決議をしておくことをお考えなのでしょうか。それとも、割当先以外の募集事項を決定しておけば委任できるとお考えなのでしょうか。
- 洲崎 割当先は取締役会が決めてよいという形の委任を考えております。
- 黒沼 授権の決議のようなことですね。
- 森本 第三者割当てではなくて、新株発行一般というご趣旨ですね。
- 洲崎 そういうことになりますかね。
- 森本 そうすると、制度を変えるということですか。
- 洲崎 公募の場合については深く考えていなかったですね。それはちょっと意見を留保させていただいたほうがいいかもしれません。
- 森本 今の黒沼さんの質問に対する洲崎さんの答えだと、要するに、25%までは勝手にしていいけれども、25%以上はどのような方法であれ、株主総会にあいさつしろというご意見かなと……。
- 洲崎 そこは第三者割当ての場合を想定した話だったのですが、会社法を根本から考え直すということであれば、その部分もやはり明確にする必要があるのでしょうか……。
- 森本 第三者割当てという場合には、第三者の範囲を特定する必要がありますね。第三者割当てをだれかとするぞ、いいかというわけではありませんね。
- 前田 会社法制定前に、募集方法を公示せよと言っていたときも、第三者割当てなら、第三者の範囲などをできるだけ具体的、特定の公示しろと考えられていたと思うのですね。
- 加藤 今のお話は、結局、最近のライツ・イシューを原則にすべきかどうか。つまり、株主割当、株式割当自由の原則の妥当範囲が最初に議論された後に決まってくるかなという、そういう印象を受けました。
- 森本 時間がきたようです。いろいろ議論をありがとうございました。本日の研究会はこれで終わらせていただきます。